INDONESIAN TREASURY REVIEW
JURNAL PERBENDAHARAAN, KEUANGAN NEGARA DAN KEBIJAKAN PUBLIK

ANALISIS KEBERLANJUTAN SERTA PENGARUH SURAT BERHARGA NEGARA DAN FAKTOR LAINNYA TERHADAP PERTUMBUHAN EKONOMI DI INDONESIA

Bambang Juanda*
Fakultas Ekonomi dan Manajemen, Institut Pertanian Bogor, Bogor
bjuanda@apps.ipb.ac.id

Syadza Gladiola
Fakultas Ekonomi dan Manajemen, Institut Pertanian Bogor, Bogor
syadza.gladiola@gmail.com

*Alamat Korespondensi: bjuanda@apps.ipb.ac.id

ABSTRACT
Government Securities (SBN) is one of the instruments that dominate in financing the deficit in the State Revenue and Expenditure Budget (APBN) in Indonesia. This is in line with the government's efforts to continuously improve financial independence. The purpose of this study is to analyze the effect of SBN and other factors on economic growth through government spending, and the condition of debt sustainability in Indonesia using data for the period 2004-2019. The analytical method used in this study uses a simultaneous equation model. The increase in SBN has a significant positive effect on increasing the types of capital expenditures and TKDD expenditures. SBN did not increase subsidies and personnel spending. Capital spending has a significant effect on economic growth with the highest elasticity among another significant government spending. Indonesia's debt condition tends to show a sustainable debt condition, because an increase in SBN is followed by an increase in the primary balance, through productive capital expenditures, thereby increasing growth and state revenues.

Keywords: Economic Growth, Government Expenditure, SBN

ABSTRAK
Surat Berharga Negara (SBN) merupakan salah satu instrumen yang mendominasi dalam pembiayaan defisit Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) di Indonesia. Hal ini sejalan dengan upaya pemerintah untuk terus meningkatkan kemandirian pembiayaan, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh SBN dan faktor lainnya terhadap pertumbuhan ekonomi melalui belanja pemerintah serta kondisi keberlanjutan utang di Indonesia dengan menggunakan data pada periode 2004-2019. Metode analisis model persamaan simultan digunakan dalam penelitian ini. Kenaikan SBN berpengaruh positif signifikan dalam meningkatkan jenis belanja modal dan belanja TKDD. SBN tidak meningkatkan belanja subsidi dan pegawai. Belanja modal berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dengan elastisitas yang paling tinggi diantara belanja pemerintah lainnya yang signifikan. Kondisi utang Indonesia cenderung menunjukkan kondisi utang yang berkelanjutan, karena peningkatan SBN diikuti dengan peningkatan keseimbangan primer, melalui belanja modal yang produktif sehingga meningkatkan pertumbuhan dan penerimaan negara.

Kata kunci: Belanja Pemerintah, Pertumbuhan Ekonomi, SBN

KLASIFIKASI JEL:
E12, E6

CARA MENGUTIP
Juanda, B. & Gladiola, S. (2022). Analisis keberlanjutan serta pengaruh surat berharga negara dan faktor lainnya terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia. *Indonesian Treasury Review: Jurnal Perbendaharaan, Keuangan Negara dan Kebijakan Publik*, 7(3), 239-254.

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Dalam mendukung rencana pembangunan nasional, pemerintah Indonesia terus berupaya untuk memenuhi kebutuhan mendasar seperti pendidikan, kesehatan dan pembangunan berbagai infrastruktur demi kepentingan masyarakat. Pembangunan nasional ini diharapkan dapat menstimulasi pertumbuhan ekonomi. Untuk membiayai berbagai kegiatan yang mendukung pembangunan tersebut, pemerintah membutuhkan anggaran belanja yang relatif besar (Juanda, 2021). Oleh karena itu, Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) Indonesia sering kali berada pada posisi defisit anggaran. Untuk mengatasi defisit anggaran, pemerintah harus mencari sumber pembiayaan lain di luar penerimaan, antara lain, melalui utang dan privatisasi/menjual aset. Dari beberapa pilihan tersebut, pembiayaan yang sering dilakukan oleh pemerintah pusat di suatu negara dengan memperhatikan faktor-faktor lainnya dalam perekonomian adalah melalui utang, baik utang luar negeri, utang dalam negeri ataupun melalui surat utang yang diterbitkan pemerintah yaitu Surat Berharga Negara (SBN). Batasan maksimal utang pemerintah yang tertera di dalam undang-undang adalah sebesar 60% dari *Gross Domestic Product* (GDP).

Pasal 12 ayat 3 Undang-Undang Nomor 17 tahun 2003 tentang Keuangan Negara telah mengatur batasan maksimal defisit anggaran yang dihitung menggunakan rasio defisit terhadap GDP, yaitu sebesar 3% dari GDP. Rasio tersebut digunakan untuk melihat seberapa besar defisit anggaran yang terjadi dibandingkan dengan capaian pertumbuhan ekonomi yang dapat diukur dengan indikator GDP (CEIC Data, 2020). Menurut penelitian yang dilakukan oleh Hutaria et al. (2021), setelah tahun 1998, instrumen utang yang mendominasi pembiayaan defisit anggaran di Indonesia adalah melalui SBN. Penelitian tersebut menyebutkan bahwa peningkatan nilai SBN terjadi setiap tahunnya dan mencapai Rp3.248,63 triliun pada tahun 2017 atau sebesar 81% dari total utang *outstanding* pemerintah Indonesia. Gambaran jumlah SBN serta instrumen utang lainnya yaitu Pinjaman Dalam Negeri (PDN) dan Pinjaman Luar Negeri (PLN) diperlihatkan pada Grafik 1. Berdasarkan gambar tersebut terlihat bahwa pada periode 2004-2019 SBN mengalami peningkatan setiap tahunnya dan sangat mendominasi dalam pembiayaan melalui utang.

Pembiayaan melalui SBN memiliki beberapa keuntungan, di antaranya adalah risiko nilai tukar yang lebih kecil dibandingkan utang luar negeri. Selain itu, masyarakat dapat berpartisipasi langsung dalam membantu pembangunan perekonomian negara melalui pembelian SBN.

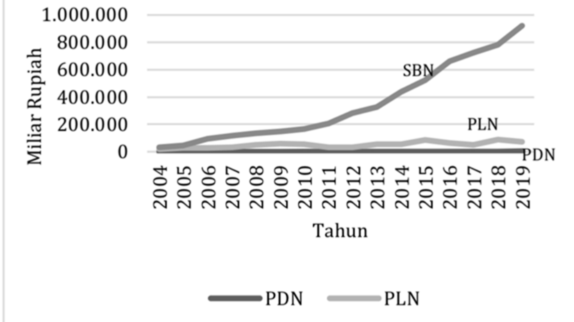
PENERAPAN DALAM PRAKTIK

- Penelitian ini menunjukkan bagaimana SBN yang merupakan instrumen utang yang paling dominan digunakan untuk belanja produktif atau tidak serta pengaruhnya terhadap pertumbuhan ekonomi. SBN juga memiliki bunga yang relatif besar sehingga dengan jumlah yang dominan tersebut, harus dikaji kembali apakah jenis utang ini dapat berkelanjutan atau hanya menambah beban utang negara.
- Pemerintah perlu meningkatkan kembali pengetahuan masyarakat mengenai SBN dan terus mengembangkan kemudahan akses bagi masyarakat untuk dapat berinvestasi di SBN. Hal ini diperlukan untuk mendukung rencana pemerintah dalam mewujudkan kemandirian pembiayaan. Selain itu, menggunakan SBN sebagai sumber pembiayaan yang dominan juga dapat meminimalisir resiko nilai tukar dalam pembayaran beban utang.

Pembiayaan melalui SBN juga memiliki sifat yang lebih fleksibel daripada jenis pinjaman lainnya yang biasanya terikat dengan proyek/kegiatan kecuali jenis instrumen Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) *Project Based Sukuk* (PBS). Dilihat dari besarannya, SBN merupakan instrumen pembiayaan yang sangat dominan dibandingkan dengan instrumen lainnya. SBN juga merupakan bagian dari utang pemerintah yang harus dibayar kembali di masa yang akan datang pada jangka waktu yang telah ditentukan. Oleh karena itu, dana pembiayaan yang diperoleh melalui SBN sebaiknya disalurkan ke berbagai kegiatan produktif yang dapat menunjang peningkatan pertumbuhan ekonomi.

Pertumbuhan ekonomi suatu negara dapat diukur melalui GDP karena GDP merupakan akumulasi nilai barang dan jasa akhir yang dihasilkan oleh suatu negara. Akumulasi pembiayaan dari SBN yang diterbitkan pemerintah diharapkan mampu menstimulasi peningkatan

Grafik 1. Instrumen Utang Pemerintah Indonesia 2004-2019



Sumber: Kementerian Keuangan (2005-2020)

pertumbuhan ekonomi di Indonesia melalui belanja yang lebih produktif dari sisi penawaran maupun permintaan. Menurut teori makroekonomi, permintaan dan/atau penawaran agregat yang meningkat akan mendorong tingkat *output* yang lebih tinggi pada titik keseimbangan baru.

Dalam teori permintaan agregat, peningkatan pengeluaran pemerintah dapat menaikkan pendapatan nasional. Namun, jenis belanja dari pengeluaran pemerintah ini juga harus diperhatikan. Belanja pemerintah yang produktif secara tidak langsung akan menstimulasi peningkatan *output* melalui penawaran agregat. Utang pemerintah dalam penelitian ini difokuskan dalam instrumen SBN sebagai salah satu sumber kapital yang dibutuhkan untuk membiayai pembangunan infrastruktur yang merupakan faktor penting dalam proses produksi dan pembangunan perekonomian di suatu negara. Oleh karena itu, peningkatan SBN diharapkan dapat disalurkan pada belanja produktif yang akan menstimulasi peningkatan pendapatan nasional. Berdasarkan hal tersebut, penelitian ini ingin mengkaji apakah SBN dan beberapa faktor lainnya berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia melalui belanja pemerintah atau bahkan menjadi beban pengeluaran negara di kemudian hari.

SBN diharapkan dapat menstimulasi pertumbuhan ekonomi dalam negeri melalui belanja negara yang produktif. Belanja negara menurut jenisnya secara garis besar terbagi menjadi dua yaitu belanja pemerintah pusat dan belanja Transfer Ke Daerah dan Desa (TKDD). Tabel 1 menunjukkan gambaran dari kedua jenis belanja negara tersebut. Rata-rata belanja negara pada tahun 2015-2019 memiliki nilai Rp2.040,11 triliun dengan rata-rata kontribusi terhadap GDP sebesar 14,9%. Berdasarkan data tersebut, pada periode 2015-2019 belanja pemerintah pusat selalu memiliki nilai yang lebih besar dibandingkan belanja TKDD yaitu dengan rasio lebih dari 50%.

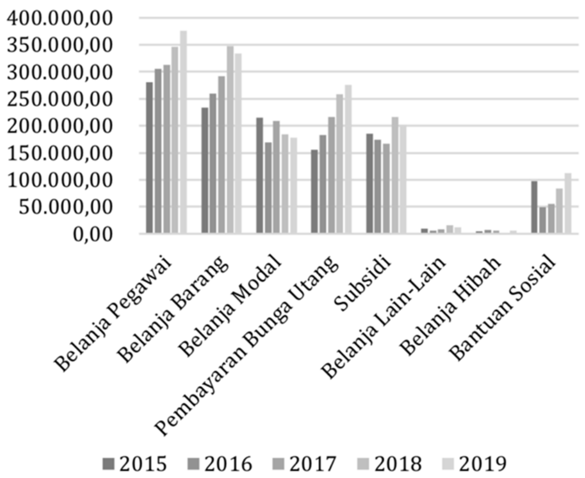
Tabel 1. Kontribusi belanja negara Indonesia tahun 2015-2019

Tahun	Uraian	Belanja Negara	1. Belanja Pusat	2. Belanja TKDD
2015	LKPP	1.806,5	1.183,3	623,1
	% GDP	15,7	10,3	5,4
	% BN	100,0	65,5	34,5
2016	LKPP	1.864,3	1.154,0	710,3
	% GDP	15,0	9,3	5,7
	% BN	100,0	61,9	38,1
2017	LKPP	2.007,4	1.265,4	742,0
	% GDP	14,8	9,3	5,5
	% BN	100,0	63,0	37,0
2018	LKPP	2.213,1	1.455,3	757,8
	% GDP	14,9	9,8	5,1
	% thd BN	100,0	65,8	34,2
2019	LKPP	2.309,3	1.496,3	813,0
	% GDP	14,6	9,5	5,1
	% BN	100,0	64,8	35,2

Sumber: Kementerian Keuangan (2016-2020)

Jenis belanja pemerintah pusat yang jumlahnya relatif besar dibandingkan jenis belanja lainnya adalah belanja pegawai. Berdasarkan Grafik 2 pada periode 2015-2019 belanja pegawai memiliki nilai yang relatif besar dan meningkat setiap tahunnya. Jika SBN yang diperoleh lebih banyak digunakan untuk belanja tersebut, penggunaan SBN dapat menjadi kurang produktif. Dalam periode 2015-2019 nilai belanja modal cenderung menurun kecuali pada tahun 2017. Belanja modal merupakan belanja yang memiliki basis investasi sehingga nilainya tidak habis dalam satu periode akuntansi. Pembangunan infrastruktur yang merupakan rantai suplai untuk menghasilkan *output* termasuk ke dalam jenis belanja modal.

Grafik 2. Belanja Pemerintah Pusat tahun 2015-2019



Sumber: Kementerian Keuangan (2016-2020)

Selain belanja modal, jenis belanja yang juga diharapkan memeratakan pembangunan di daerah adalah belanja TKDD. Jenis belanja ini juga memiliki angka yang cukup besar pada rata-rata total belanja negara tahun 2015-2019 yaitu sebesar 35,8%. Oleh karena itu, untuk mengetahui apakah belanja TKDD berpengaruh positif atau tidak terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia, jenis belanja ini juga perlu dikaji lebih lanjut. Disamping itu, belanja yang juga penting dikaji untuk membantu menstimulasi perekonomian di sisi permintaan adalah belanja subsidi.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka dalam penelitian ini akan dibahas bagaimana perkembangan SBN di Indonesia serta pengaruh SBN dan faktor lainnya terhadap jenis belanja pegawai, belanja modal, belanja subsidi dan belanja TKDD. Selanjutnya bagaimana pengaruh keempat belanja tersebut terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia beserta keberlanjutan utang di Indonesia. Penelitian ini diharapkan dapat menjadi

tambahan informasi bagi pemerintah sebagai pertimbangan dalam menentukan suatu kebijakan serta referensi bagi akademisi untuk penelitian selanjutnya.

STUDI LITERATUR

Teori Wagner

Dari sisi makroekonomi dan pemilihan barang-barang publik, hubungan belanja atau pengeluaran pemerintah dengan pendapatan nasional dapat dijelaskan melalui teori Adolf Wagner. Hasil penelitian Adolf Wagner menunjukkan bahwa kegiatan pemerintah di Amerika Serikat, Jepang, dan Eropa pada abad ke-19 semakin lama semakin meningkat. Begitu juga dengan pengeluaran pemerintah. Dalam teori Wagner, hal tersebut dinyatakan sebagai hukum selalu meningkatnya peranan pemerintah. Teori ini menyebutkan bahwa jika ada peningkatan pendapatan per kapita, maka secara relatif akan meningkatkan pengeluaran pemerintah dikarenakan adanya penyesuaian dengan kondisi dan kebutuhan masyarakat (Mangkoesoebroto, 2002). Kondisi dan kebutuhan masyarakat yang dimaksud adalah tuntutan peningkatan kesejahteraan masyarakat, perlindungan keamanan dan pertahanan, meningkatnya kebutuhan rekreasi, meningkatnya fungsi pembangunan, dan sebagainya. Teori dari Adolf Wagner tersebut berdasarkan pada suatu teori yang menganggap bahwa pemerintah sebagai individu yang bebas bertindak terlepas dengan masyarakat lain (*organic theory of state*).

Surat Berharga Negara

Surat Berharga Negara (SBN) merupakan bagian dari instrumen pembiayaan APBN yang termasuk ke dalam utang pemerintah pusat. Pembayaran bunga dan pokok SBN dijamin oleh Negara Republik Indonesia yang disesuaikan dengan masa berlaku dan tenggat waktu jatuh tempo dari masing-masing jenis SBN. Secara umum SBN terbagi ke dalam dua kategori yaitu Surat Utang Negara (SUN) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Pengelolaan SUN diatur dalam Undang-Undang Nomor 24 Tahun 2002 tentang SUN. Sedangkan pengelolaan SBSN diatur dalam Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang SBSN. Penerbitan SBN memiliki tujuan, diantaranya untuk membiayai defisit APBN, menutup kekurangan kas jangka pendek dan mengelola portofolio utang negara. SBN diterbitkan oleh Kementerian Keuangan, khususnya Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) setelah berkonsultasi dengan Bank Indonesia dan disetujui DPR. Sedangkan manfaat SBN antara lain sebagai instrumen fiskal, investasi dan pasar keuangan.

Permintaan Agregat pada Model Mundell-Fleming

Permintaan agregat (*agregate demand*) merupakan hubungan antara tingkat harga agregat dan jumlah *output* yang diminta. Oleh karena itu, kurva permintaan agregat menggambarkan hubungan tingkat harga dengan akumulasi barang dan jasa yang ingin dibeli masyarakat (Mankiw, 2006). Kemiringan dan posisi kurva permintaan agregat dibentuk oleh kurva IS (investasi sama dengan tabungan) yang menggambarkan keadaan pada pasar barang dan kurva LM (likuiditas dan uang) yang menggambarkan keadaan pada pasar uang. Teori yang mendasari terbentuknya kurva IS ialah perpotongan Keynesian (*Keynesian Cross*) sedangkan terbentuknya kurva LM didasari oleh teori preferensi likuiditas (*liquidity of preference*). Untuk mendalami teori permintaan agregat, penelitian ini menggunakan asumsi Indonesia sebagai *small open economy country* yang dapat dijelaskan melalui model Mundell-Fleming.

Permintaan agregat pada model Mundell-Fleming memperlihatkan perubahan-perubahan pada tingkat harga, sehingga kurs riil dan nominal tidak lagi bergerak secara bersamaan. Jadi, kedua jenis kurs tersebut tidak bisa disamakan. Kurs nominal disimbolkan dengan e sedangkan kurs riil adalah ε yang sama dengan eP/P* dimana P* merupakan tingkat harga dunia. Persamaan yang membentuk permintaan agregat pada model Mundell-Fleming dapat dituliskan sebagai berikut:

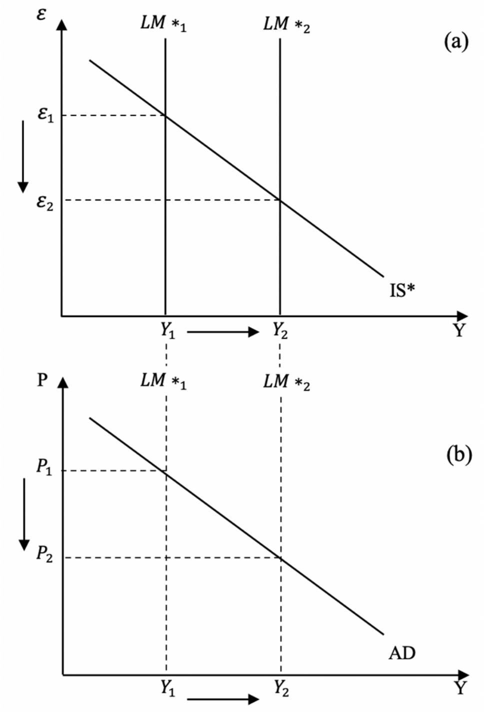
$$Y = C(Y-T) + T(r^*) + G + NX(\varepsilon)$$
$$M/P = L(r^*, Y)$$

Gambar 1 menunjukkan respon yang terjadi ketika tingkat harga mengalami penurunan. Tingkat harga yang menurun akan meningkatkan keseimbangan uang riil sehingga kurva LM* akan mengalami pergeseran ke sebelah kanan yang ditunjukkan pada Gambar 1 (a). Akibatnya, kurs riil Rupiah akan terdepresiasi sehingga pendapatan ekuilibrium mengalami peningkatan. Kurva AD merepresentasikan hubungan yang berlawanan arah antara tingkat harga dan tingkat pendapatan tersebut, seperti yang ditunjukan pada Gambar 1 (b). Kurva AD akan bergerak ke sebelah kanan jika terdapat kebijakan seperti perlindungan sosial dan kejadian yang dapat meningkatkan pendapatan. Sedangkan jika terjadi kebijakan seperti penghentian Bantuan Langsung Tunai (BLT) dan kejadian yang menyebabkan penurunan pendapatan, kurva AD akan bergerak ke kiri.

Penawaran Agregat

Kurva AS (*Agregate Supply*) merupakan hubungan antara tingkat harga dengan jumlah barang dan jasa yang ditawarkan pada harga tersebut. Barang dan jasa yang ditawarkan

Gambar 1. Model Mundell-Fleming dan Permintaan Agregat



Sumber: Mankiw (2006)

perusahaan memiliki harga yang fleksibel dan kurva berbentuk vertikal pada jangka panjang. Namun, pada jangka pendek barang dan jasa tersebut memiliki harga yang kaku. Oleh sebab itu, penawaran agregat sangat dipengaruhi oleh horizon waktu (Mankiw, 2006). Penawaran agregat dapat diformulasikan dalam persamaan berikut:

$$Y = \bar{Y} + (P - P^e)$$

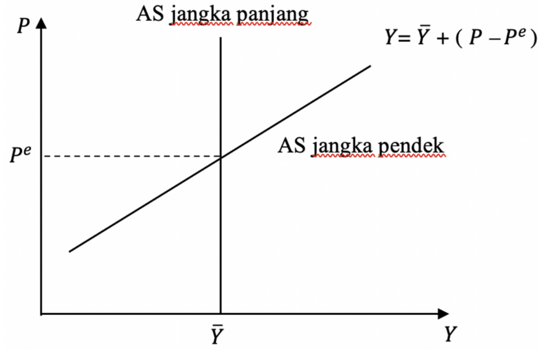
dimana:

Y = *Output* agregat
$\bar{Y}$ = *Output* alamiah
P = Tingkat harga
P^e = Ekspektasi harga

Jika tingkat harga sebenarnya lebih tinggi dari tingkat harga yang diharapkan, *output* akan meningkat sehingga lebih besar dari tingkat *output* alamiah dan begitu juga sebaliknya. Penjelasan tersebut dapat digambarkan melalui Gambar 2. Kurva penawaran agregat jangka pendek dibentuk untuk ekspektasi P^e tertentu, sehingga perubahan P^e akan menggeser kurva penawaran agregat itu sendiri.

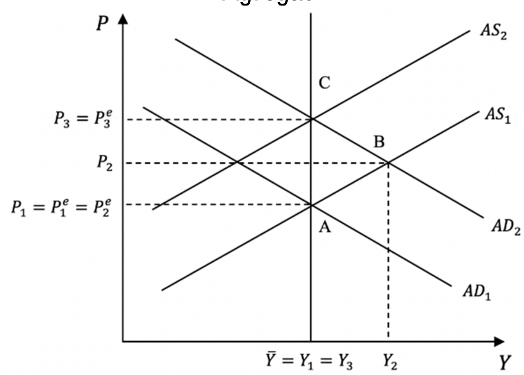
Kondisi ekuilibrium dapat terjadi jika permintaan agregat sama dengan penawaran agregat. Gabungan kedua kurva AD dan AS dapat menjelaskan respon kebijakan yang dilakukan pemerintah maupun bank sentral yang ditunjukkan pada Gambar 2. Misalkan terjadi ekspansi fiskal yang menggeser kurva AD_1 ke AD_2. Ekuilibrium yang awalnya berada di titik A, saat ini berada di

Gambar 2. Kurva Penawaran Agregat



Sumber: Mankiw (2006)

Gambar 3. Pergeseran Kurva Permintaan Agregat



Sumber: Mankiw (2006)

titik B dengan tingkat harga yang lebih tinggi pada P_2. Karena tingkat harga P_2 berada di atas harga ekspektasi P_2^e, maka *output* naik secara sementara di atas tingkat alamiah pada Y_2. Dalam jangka panjang, tingkat harga yang diharapkan akan naik ke P_3^e. Hal tersebut menyebabkan pergeseran kurva penawaran agregat jangka pendek ke atas sehingga saat ini titik C merupakan posisi keseimbangan yang baru dimana *output* kembali pada tingkat alamiah dengan tingkat harga ekuilibrium yang lebih tinggi dari tingkat harga ekuilibrium awal di titik A.

Pertumbuhan Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi terjadi ketika adanya peningkatan pendapatan yang disebabkan oleh peningkatan *output* yang dihasilkan atas barang dan jasa. Ukuran yang dapat menggambarkan adanya pertumbuhan yaitu *Gross Domestic Product* (GDP) karena GDP merepresentasikan nilai pendapatan dan pengeluaran total nasional atas *output* barang dan jasa (Mankiw, 2006). Salah satu teori klasik yang dapat menjelaskan pertumbuhan ekonomi ialah model pertumbuhan Harrod-Domar. Teori pertumbuhan ekonomi Harrod-Domar memprediksi bahwa tingkat pertumbuhan GDP ditentukan oleh rasio tabungan nasional terhadap total *output* (s) dan rasio tambahan modal nasional terhadap kenaikan total *output* (k)(Todaro & Smith,

2006). Secara matematis, penjelasan teori tersebut dapat diformulasikan dalam persamaan berikut:

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{s}{k}$$

dimana:

ΔY : Perubahan *output*
Y : Total *output*
s : Rasio tabungan-*output* nasional
k : Rasio modal-*output*

Dari persamaan tersebut dapat dijelaskan bahwa investasi baru yang merupakan tambahan neto dalam cadangan atau stok modal dibutuhkan untuk mendorong pertumbuhan ekonomi nasional. Todaro menyatakan bahwa setiap tambahan stok modal neto dalam bentuk investasi baru akan menghasilkan kenaikan arus *output* nasional atau GDP. Dalam teori makroekonomi dasar, investasi akan sama dengan tabungan (IS) yang artinya negara yang memiliki tingkat tabungan yang tinggi akan memiliki peluang yang besar dalam pembentukan modal baru. Hal tersebut adalah kendala yang sering kali dialami pada negara berkembang seperti Indonesia. Kebijakan fiskal yang mendorong konsumsi publik dan belanja pemerintah dilakukan untuk meningkatkan pendapatan nasional, sehingga anggaran sering kali berada pada posisi defisit fiskal (Todaro & Smith, 2006). Untuk pembiayaan defisit tersebut pemerintah melakukan utang, terutama melalui surat utang yang juga mendukung upaya pemerintah dalam rangka kemandirian pembiayaan.

Penelitian Terdahulu

Ryandini (2014) dalam penelitiannya tentang pengaruh investasi melalui instrumen SUN dan SBSN terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia memberikan hasil analisis yang menunjukkan bahwa kenaikan investasi melalui SUN akan meningkatkan pertumbuhan ekonomi di Indonesia dalam jangka pendek, namun dalam jangka panjang tidak berpengaruh nyata. Sementara itu, variabel SBSN cenderung menunjukkan pengaruh negatif dan nyata terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia dalam jangka pendek namun dalam jangka panjang tidak nyata pengaruhnya.

Bilan & Ihnatov (2015) dalam penelitiannya yang berjudul *Public Debt and Economic Growth: a Two-Sided Story* menyatakan bahwa di negara berkembang maupun di negara maju, utang pemerintah yang tinggi harus sangat diperhatikan atau bahkan dihindari karena hal tersebut dapat memberikan efek dari dua sisi yang berbeda. Pada satu sisi utang pemerintah dapat meningkatkan *economic growth*, khususnya jika digunakan untuk pembiayaan belanja investasi. Namun, jika jumlah utang pemerintah ini terlalu tinggi, hal tersebut dapat memengaruhi pertumbuhan ekonomi secara negatif.

Asteriou et al. (2021) melakukan penelitian yang berjudul *Public Debt and Economic Growth: Panel Data Evidence for Asian Countries*. Penelitian ini menguji hubungan jangka panjang dan jangka pendek antara utang pemerintah dengan pertumbuhan ekonomi pada data panel yang diambil dari beberapa negara di Asia pada periode 1980-2012. Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa kenaikan utang pemerintah pusat dapat menurunkan pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang maupun pendek. Kenaikan utang pemerintah dalam jangka pendek akan memengaruhi pertumbuhan ekonomi secara negatif, namun penurunan utang pemerintah juga tidak memberikan efek yang positif pada pertumbuhan ekonomi pada jangka pendek.

Lee & Ng (2015) dalam penelitiannya yang menguji pengaruh utang pemerintah terhadap pertumbuhan ekonomi di Malaysia pada periode 1991-2013 menyatakan bahwa kenaikan utang pemerintah dapat menurunkan pertumbuhan ekonomi yang diukur melalui GDP per kapita. Penelitian ini juga menyebutkan, perlu adanya perbaikan fiskal dan moneter untuk mengurangi ketergantungan pembiayaan pada utang pemerintah dan lebih memanfaatkan pembiayaan melalui instrumen *Islamic bonds* sehingga terbentuk kemandirian finansial pada pemerintahan Malaysia.

Dewi & Seftarita (2018) melakukan penelitian mengenai pengaruh SUN terhadap *output* nasional dan inflasi di Indonesia. Penelitian ini menunjukkan bahwa adanya kenaikan SUN akan menaikkan tingkat inflasi. Sedangkan variabel SUN terhadap GDP memiliki hubungan yang nyata secara positif. Penelitian Islam (2014) tentang pengaruh utang pemerintah terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia menunjukkan hasil adanya pengaruh positif dan signifikan antara utang pemerintah secara umum terhadap pertumbuhan GDP. Dalam penelitian ini juga disebutkan bahwa instrumen utang pemerintah dalam bentuk pinjaman memiliki pengaruh negatif terhadap pertumbuhan ekonomi sedangkan instrumen utang dalam bentuk SBN memiliki pengaruh positif sehingga dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi.

Penelitian yang juga mengkaji pengaruh utang pemerintah terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia serta keberlanjutannya telah dilakukan oleh Hutaria et al. (2021). Hasil penelitian mereka menunjukkan adanya pengaruh positif yang nyata antara variabel lag utang periode pemerintahan tahun 2014-2017 pada belanja modal dan belanja TKDD. Belanja modal dan belanja TKDD tersebut juga berpengaruh nyata dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Tabel 2. Jenis dan Sumber Data serta Statistik Deskriptif Tiap Variabelnya

Nama Variabel	Satuan	Mean	Std. Dev	CV (%)	Min	Max	Sumber Data
Belanja Modal	Miliar Rupiah	124.325,9	60.974,1	49,0	32.888,8	215.434,2	LKPP Kemenkeu
Belanja Pegawai	Miliar Rupiah	195.015,0	107.091,1	54,9	52.743,2	376.074,3	LKPP Kemenkeu
Belanja TKDD	Miliar Rupiah	458.154,1	226.147,4	49,4	129.722,9	812.973,4	LKPP Kemenkeu
Belanja Subsidi	Miliar Rupiah	213.130,8	92.947,4	43,6	91.529,1	391.962,5	LKPP Kemenkeu
Penerimaan Pajak	Miliar Rupiah	920.140,5	443.109,4	48,2	280.558,8	1.654.746,1	LKPP Kemenkeu
Penerimaan Bukan Pajak	Miliar Rupiah	288.248,7	87.833,4	30,5	122.545,8	409,320,2	LKPP Kemenkeu
Petumbuhan PMTB	Persen	7,21	3,41	47,3	2,6	14,68	World Bank
FDI	Persen	1,89	0,72	38,1	0,49	2,92	World Bank
GDP (Harga Konstan)	Miliar Rupiah	7.647.008,3	1.926.614,0	25,2	4.912.834,0	10.949.243,7	World Bank
Pertumbuhan GDP	Persen	5,46	0,55	10,1	4,63	6,35	World Bank
Konsumsi (Harga Konstan)	Miliar Rupiah	4.944.486,4	1.146.100,2	23,2	3.358.908,3	6.927.970,0	World Bank
Ekspor (Harga Konstan)	Miliar Rupiah	1.776.608,3	379.448,5	21,4	1.056.442,3	2.287.089,9	World Bank
Impor (Harga Konstan)	Miliar Rupiah	1.761.784,0	352.347,2	21,1	1.004.626,1	2.198.263,3	World Bank
Realisasi SBN	Miliar Rupiah	350.611,6	288.450,4	82,3	32.327,0	921.483,0	LKPP Kemenkeu
Realisasi PLN	Miliar Rupiah	50.245,8	20.820,7	41,4	18.434,0	88.610,0	LKPP Kemenkeu
Keseimbangan Primer	Miliar Rupiah	(61.518,3)	166.446,9	(270,6)	(642.210,0)	84.308,5	Kemenkeu

Sumber: Diolah Penulis

METODOLOGI PENELITIAN

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan pada penelitian ini merupakan data sekunder berupa data deret waktu pada periode 2004-2019 yang diperoleh dari *World Development Indicator* (WDI) yang diakses melalui situs World Bank (2021) dan juga Laporan Keuangan Pemerintah Pusat atau LKPP Kemenkeu RI melalui situs Kementerian Keuangan. Variabel beserta satuan yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat dalam Tabel 2.

Dalam Tabel 2 juga disajikan statistika deskriptif untuk tiap variabelnya. Nilai minimum umumnya terjadi di tahun 2004, dan nilai maksimum umumnya terjadi di tahun 2019. Kecuali nilai maksimum untuk penerimaan pajak (2017), penerimaan bukan pajak (2018), FDI (2005) pertumbuhan GDP (2007), ekspor (2018), realisasi PLN (2018) dan Keseimbangan primer (2008).

Untuk melihat variabel mana yang paling bervariasi, dapat dilihat dari nilai koefisien variasinya (CV=Std.Dev/Mean) karena bebas dari satuan. CV yang paling besar adalah realisasi SBN, yaitu rata-rata simpangan terhadap rataanya (Std.Dev) sebesar 82.3% dari rataannya.

Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan metode analisis statistika deskriptif dan statistika inferensia. Metode analisis deskriptif menjelaskan mengenai perkembangan dan kondisi SBN sebagai salah satu instrumen pembiayaan di Indonesia pada periode 2004-2019 melalui perkembangan SBN neto, perkembangan *outstanding* berdasarkan jenis SBN, perbandingan SBN dengan instrumen utang lainnya, serta profil SBN jatuh tempo. Sedangkan statistika inferensia digunakan untuk mengidentifikasi pengaruh SBN dan faktor lainnya terhadap pertumbuhan ekonomi melalui belanja pemerintah menggunakan model persamaan simultan dengan

menggunakan metode pendugaan kuadrat terkecil dua tahap atau TSLS (*Two Stage Least Square*) serta kondisi keberlanjutan utang beserta SBN di Indonesia menggunakan metode OLS atau *Ordinary Least Square* (Juanda, 2009; Sholihah et al., 2017).

Model Penelitian

Model pengaruh SBN dan faktor lainnya terhadap pertumbuhan ekonomi pada penelitian ini menggunakan model persamaan simultan dengan metode TSLS. Data ditransformasi logaritma untuk memudahkan interpretasi koefisien dan mengatasi masalah heteroskedastisitas, serta ditransformasi dengan *first difference* atau diferensiasi (D) ordo kesatu karena ada multikolinearitas atau antar variabel bebas berkorelasi (Juanda, 2009).

Metode TSLS digunakan karena adanya saling ketergantungan antara GDP dan belanja pemerintah yang dijelaskan oleh teori Wagner dan Keynesian dan direpresentasikan dalam persamaan belanja menurut jenisnya (a) serta persamaan pertumbuhan ekonomi (b) dibawah ini. Persamaan belanja menurut jenisnya didasari oleh teori Wagner yang menyebutkan kegiatan pemerintah semakin lama akan semakin meningkat, begitu juga dengan pengeluaran pemerintah. Sedangkan persamaan pertumbuhan ekonomi didasari oleh teori Keynesian dengan menggunakan asumsi Mundell-Fleming yang menyebutkan bahwa pendapatan negara sangat ditentukan oleh pengeluaran yang dilakukan oleh rumah tangga, perusahaan dan pemerintah.

a) Persamaan Belanja Menurut Jenisnya

$$DlnBM_t = \alpha 0 + \alpha 1\ DlnPNP_t + \alpha 2\ DlnPNBP_t + \alpha 3\ Dgpmtb_t + \alpha 4\ Dgfdi_t + \alpha 5 DlnPLN_t + \alpha 6\ DlnSBN_t + \alpha 7\ Dgrowth_t + \varepsilon_t$$

$$DlnBP_t = \alpha 0 + \alpha 1\ DlnPNP_t + \alpha 2\ DlnPNBP_t + \alpha 3\ Dgfdi_t + \alpha 4\ DlnPLN_t + \alpha 5 DlnSBN_t + \alpha 6\ DlnGDP_t + \varepsilon_t$$

$$DlnBTKDD_t = \alpha 0 + \alpha 1\ DlnPNP_t + \alpha 2\ DlnPNBP_t + \alpha 3\ Dgpmtb_t + \alpha 4\ Dgfdi_t + \alpha 5 DlnPLN_t + \alpha 6\ DlnSBN_t + \alpha 7\ DlnGDP_t + \varepsilon_t$$

$$DlnBS_t = \alpha 0 + \alpha 1\ DlnPNP_t + \alpha 2\ DlnPNBP_t + \alpha 3\ Dgpmtb_t + \alpha 4\ Dgfdi_t + \alpha 5\ DlnPLN_t + \alpha 6\ DlnSBN_t + \alpha 7\ DlnGDP_t + \varepsilon_t$$

b) Persamaan Pertumbuhan Ekonomi

$$DlnGDP_t = \alpha 0 + \alpha 1\ Dgpmtb_t + \alpha 2\ DlnConsump_t + \alpha 3\ DlnBM_t + \alpha 4\ DlnBTKDD_t + \alpha 5\ DlnBS_t + \alpha 6\ DlnBP_t$$

Keterangan:

BM_t = Realisasi belanja modal pada periode t (Miliar Rp) oleh pemerintah pusat
BP_t = Realisasi belanja pegawai pada periode t (Miliar Rp) oleh pemerintah pusat
$BTKDD_t$ = Realisasi belanja TKDD pada periode t (Miliar Rp) oleh pemerintah pusat
BS_t = Realisasi belanja subsidi pada periode t (Miliar Rp) oleh pemerintah pusat
PNP_t = Realisasi penerimaan perpajakan pada periode t (Miliar Rp) oleh pemerintah pusat
$PNBP_t$ = Realisasi penerimaan bukan pajak pada periode t (Miliar Rp) oleh pemerintah pusat
$gpmtb_t$ = Pertumbuhan Pembentukan Modal Tetap Bruto (PMTB) pada periode t (%)
$gfdi_t$ = Pertumbuhan *Foreign Direct Investment* terhadap GDP periode t (%)
PLN_t = Realisasi pinjaman luar negeri pemerintah pusat pada periode t (Miliar Rp)
SBN_t = Realisasi SBN pemerintah pusat pada periode t (Miliar Rp)
GDP_t = GDP berdasarkan harga konstan pada periode t (Miliar Rp)
$growth_t$ = Pertumbuhan ekonomi pada periode t (%)
$Consump_t$= Konsumsi rumah tangga berdasarkan harga konstan pada periode t (Miliar Rp)

Model keberlanjutan utang pada penelitian ini menggunakan persamaan regresi linear dengan metode kuadrat terkecil biasa (OLS). Model ekonometrik keberlanjutan utang dibentuk berdasarkan model *fiscal reaction function* yang telah digunakan pada penelitian Hutaria et al. (2021) yang telah dimodifikasi dengan memasukan variabel SBN dan non-SBN sebagai uraian variabel utang, sehingga secara matematis dapat dituliskan model analisis sebagai berikut:

$$DlnPB_t = \alpha 0 + \alpha 1\ DlnNonSBN_{t-1} + \alpha 2\ DlnSBN_{t-1} + \alpha 3\ Dgrowth_t + \alpha 4\ DlnRev_t + \alpha 5\ DlnPB_{t-1} + \alpha 6\ DlnBelanja_t + \varepsilon_t$$

Keterangan:

PB_t = Keseimbangan primer (Miliar Rp) pada periode t
$NonSBN_{t-1}$ = Pembiayaan non-SBN pada periode t-1 (Miliar Rp)
SBN_{t-1} = Pembiayaan SBN pada periode t-1 (Miliar Rp)
Rev_t = Total penerimaan negara dari pajak dan bukan pajak (Miliar Rp) pada periode t
$Belanja_t$ = Total belanja pemerintah (Miliar Rp) pada periode t

Identifikasi Model

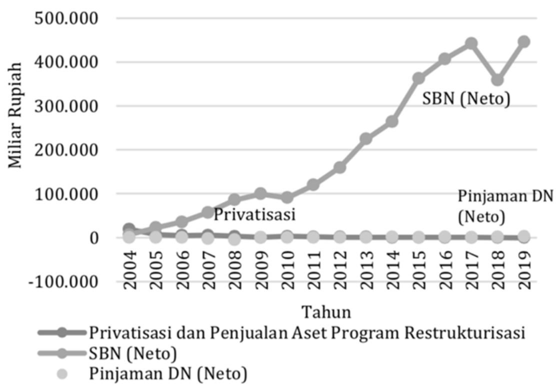
Tabel 3. Identifikasi model

Persamaan	K-k	m-1	Identifikasi
Belanja Modal	11-8	2-1	*Overidentified*
Belanja Pegawai	11-8	2-1	*Overidentified*
Belanja TKDD	11-9	2-1	*Overidentified*
Belanja Subsidi	11-9	2-1	*Overidentified*
GDP	11-6	5-1	*Overidentified*

Sumber: Diolah Penulis

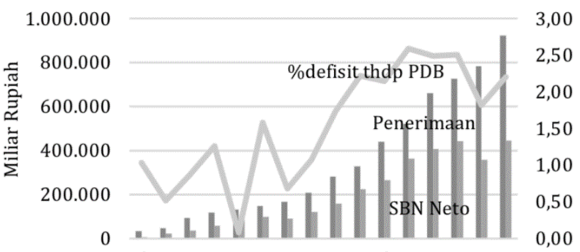
Berdasarkan hasil identifikasi pada Tabel 3, seluruh model dalam persamaan simultan masuk dalam kategori *overidentified* sehingga parameter koefisien model persamaan simultan dapat diduga dengan menggunakan metode TSLS. Metode ini dapat memperoleh dugaan yang unik untuk masing-masing parameter dalam persamaan struktural dengan sifat yang tidak bias dan konsisten. Secara umum tahapan pertama metode TSLS adalah penciptaan peubah instrumen dan tahap kedua merupakan varian dari pendugaan metode peubah instrumental yaitu menggunakan dugaan variabel endogen dari tahap pertama metode TSLS (Juanda, 2009).

Grafik 3. Pembiayaan Dalam Negeri 2004-2019



Sumber: Kementerian Keuangan (2005-2020)

Grafik 4. Perbandingan Realisasi SBN dengan Persentase Defisit terhadap GDP



Sumber: Kementerian Keuangan (2005-2020)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Perkembangan Surat Berharga Negara di Indonesia

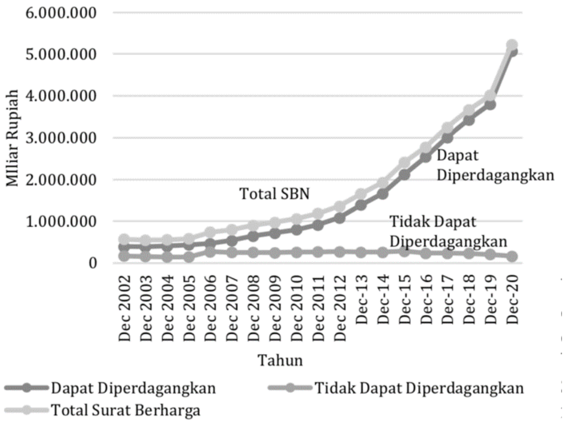
Secara garis besar, instrumen pembiayaan dalam APBN terbagi menjadi dua kategori yaitu pembiayaan dari dalam dan luar negeri. Pembiayaan dalam negeri cenderung meningkat dan sangat mendominasi setiap tahunnya, dan SBN merupakan bagian dari pembiayaan dalam negeri dan yang dominan. Peningkatan pembiayaan dalam negeri yang signifikan terjadi pada tahun 2019 dari Rp302.516 miliar menjadi Rp419.551 miliar atau sebesar 38,69%. Sedangkan pembiayaan luar negeri cenderung fluktuatif dan sering kali berada pada posisi *minus*. Hal tersebut karena dipengaruhi oleh adanya beban pembayaran cicilan untuk pokok utang luar negeri yang cukup besar.

Grafik 3 menunjukkan perbandingan SBN dengan instrumen lainnya yang ada pada pembiayaan dalam negeri. Nilai pembiayaan luar negeri paling rendah terdapat pada tahun 2004 karena tahun tersebut memiliki nilai pinjaman luar negeri paling rendah yaitu Rp18.434 miliar dengan pembayaran cicilan pokok utang luar negeri Rp46.491 miliar. Berdasarkan Grafik 3 nilai SBN (Neto) setiap tahunnya cenderung meningkat kecuali pada tahun 2018. Privatisasi dan pinjaman dalam negeri neto memiliki nilai yang relatif sangat kecil jika dibandingkan dengan nilai SBN, yaitu tidak lebih dari Rp20.000 miliar.

Bertambahnya kebutuhan belanja negara yang dapat meningkatkan defisit anggaran seharusnya sejalan dengan bertambahnya pembiayaan, dalam penelitian ini SBN, yang merupakan sumber pembiayaan terbesar dalam periode 2004-2019. Pada tahun 2004-2009 persentase defisit anggaran terhadap GDP lebih fluktuatif dibandingkan tahun setelahnya dan tidak sejalan dengan penerimaan SBN maupun SBN Neto sebagaimana tampak pada Grafik 4. Pada periode 2010-2019 peningkatan persentase defisit anggaran terhadap GDP diikuti dengan peningkatan jumlah SBN Neto dan keduanya sama-sama mengalami penurunan pada tahun 2018.

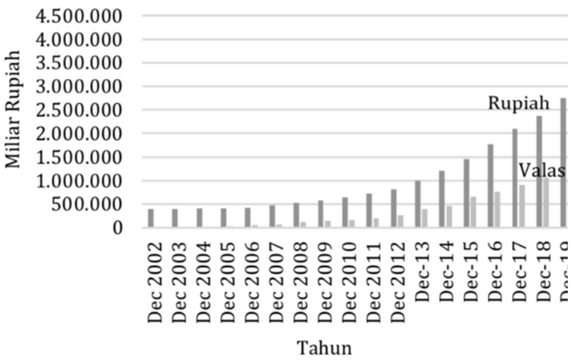
SBN dapat dibagi menjadi dua jenis: SBN yang dapat diperdagangkan dan SBN yang tidak dapat diperdagangkan di pasar sekunder. Pada Grafik 5, *Outstanding* SBN periode 2002-2020 didominasi oleh kategori SBN dapat diperdagangkan. Nilai *outstanding* SBN yang dapat diperdagangkan selalu mengalami peningkatan setiap tahunnya, sedangkan *outstanding* SBN yang tidak dapat

Grafik 5. *Outstanding* SBN Kategori Dapat dan Tidak Dapat Diperdagangkan tahun 2002-2020



Sumber: Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Resiko (2002-2020)

Grafik 6. *Outstanding* SBN Denominasi Rupiah dan Denominasi Valas tahun 2002-2020



Sumber: Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Resiko (2002-2020)

diperdagangkan cenderung menurun. Kondisi tersebut terjadi karena pada kategori SBN yang dapat diperdagangkan investor memiliki peluang mendapatkan *capital gain* pada pasar sekunder apabila harga pembelian di pasar perdana lebih rendah dari harga jualnya. Selain itu, diterbitkannya SBN ritel pada tahun 2008 juga menambah akumulasi SBN dapat diperdagangkan karena SBN ritel memiliki nilai minimal pembelian yang terjangkau bagi masyarakat yaitu dimulai dari satu juta rupiah. Dengan demikian, masyarakat memiliki kesempatan yang lebih besar dalam berinvestasi di SBN.

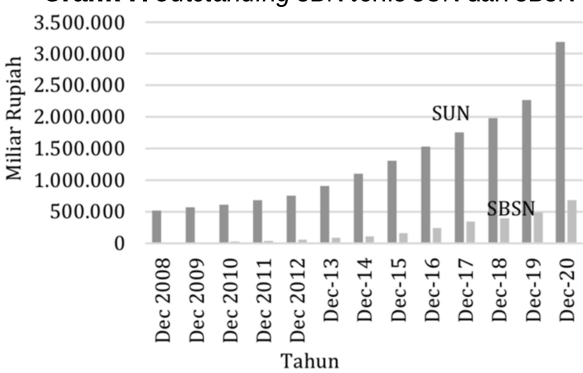
SBN juga dapat dikelompokkan berdasarkan jenis mata uang yang digunakan yaitu rupiah dan valuta asing. Berdasarkan Grafik 6 *outstanding* SBN mata uang didominasi oleh mata uang rupiah yang cenderung meningkat setiap tahunnya. SBN dengan denominasi rupiah pada periode 2002-2020 didominasi oleh SBN jenis SUN. Besarnya nilai *outstanding* SUN tersebut didominasi oleh jenis SUN Obligasi Negara (ON) *Fix Rate*. Di dalam ON *Fix Rate* juga terdapat SBN ritel yang lebih terjangkau bagi masyarakat yang dapat diakses dan dibeli secara *online*.

Perbandingan antara *outstanding* SBN jenis SUN dan SBSN cukup signifikan. Pada setiap tahunnya, SBN jenis SUN selalu mendominasi. Grafik 7 menunjukkan perkembangan *outstanding* SUN dan SBSN sejak pertama kali SBSN diterbitkan yaitu pada periode 2008-2020.

SBN memiliki waktu jatuh tempo yang beragam sesuai jenis dan serinya. Hal tersebut diatur sedemikian rupa agar waktu jatuh tempo dapat terukur untuk menghindari resiko gagal bayar. Berdasarkan Grafik 8 terlihat bahwa jumlah SBN jatuh tempo pemerintah Indonesia memiliki nilai yang cenderung menurun dalam periode waktu 2018-2055. Proyeksi SBN jatuh tempo terendah terdapat pada tahun 2039 dengan nilai Rp7,02 triliun. Proyeksi yang cenderung menurun ini menggambarkan bahwa beban SBN yang harus dibayarkan pemerintah semakin berkurang dan tidak menumpuk di tahun-tahun tertentu yang akan datang.

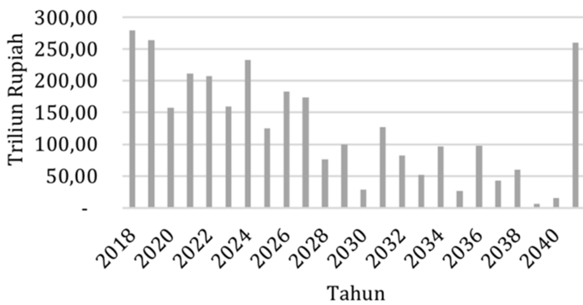
Hal tersebut berkaitan dengan kondisi keberlanjutan dari utang yang diukur dari keseimbangan primer. Keseimbangan primer dihitung dari seluruh pendapatan negara dikurangi dengan total belanja tanpa belanja bunga utang

Grafik 7. *Outstanding* SBN Jenis SUN dan SBSN



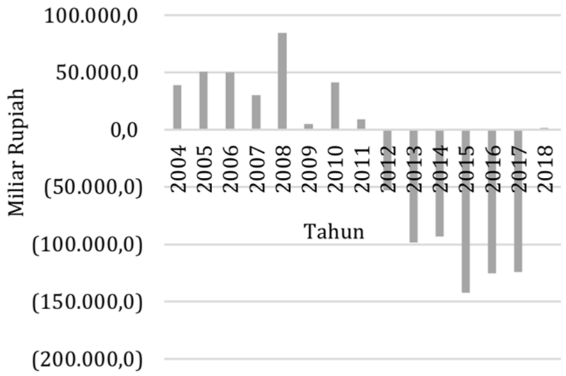
Sumber: Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Resiko (2002-2020)

Grafik 8. Profil SBN Jatuh Tempo tahun 2018-2055



Sumber: Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Resiko (2017)

Grafik 9. Keseimbangan Primer 2004-2019



Sumber: Kementerian Keuangan (2005-2020)

yang ditunjukkan oleh Grafik 9. Dapat dilihat keseimbangan primer pada tahun 2012 hingga 2019 ada pada posisi defisit kecuali pada tahun 2018. Meskipun demikian, sejak tahun 2015 defisit anggaran keseimbangan primer tersebut cenderung menurun pada tahun-tahun setelahnya dan menunjukkan kondisi yang cenderung membaik.

Analisis Pengaruh Surat Berharga Negara dan Faktor Lainnya terhadap Jenis Belanja

Dalam memilih model terbaik, telah dilakukan beberapa uji asumsi klasik terhadap keempat model persamaan jenis belanja. Untuk mengatasi multikolinear yang terjadi pada keempat persamaan tersebut, penulis melakukan transformasi data menjadi data *first difference* pada keempat persamaan. Pengujian asumsi klasik lainnya yaitu homoskedastisitas dan autokorelasi dilakukan dengan menguji komponen sisaan pada setiap persamaan. Untuk heteroskedastisitas diuji menggunakan *uji white* yang menunjukkan bahwa seluruh persamaan memenuhi asumsi homoskedastisitas atau dapat dikatakan bebas heteroskedastisitas karena memiliki nilai-probabilitas (*p-value*) lebih besar dari 0,05. Pengujian autokorelasi dapat dilihat berdasarkan analisis *correlogram* yang menunjukkan bahwa komponen *error* setiap persamaan masih berada dalam selang kepercayaan, sehingga memenuhi asumsi kebebasan (tidak ada autokorelasi). Selain itu, penulis juga telah melakukan uji *Breusch-Godfrey*. Hasil uji *Breusch-Godfrey* menunjukkan bahwa semua persamaan memenuhi asumsi kebebasan karena memiliki *p-value* lebih dari 0,05.

Berdasarkan Tabel 4, model faktor-faktor yang memengaruhi belanja modal, belanja pegawai, belanja subsidi, dan TKDD secara statistik memiliki nilai probabilitas (dari statistik uji-F) yang lebih kecil dari taraf nyata 5%. Artinya, keempat model tersebut dapat menjelaskan keragaman masing-masing jenis belanja pemerintah. Selain itu, hasil pendugaan model tersebut memiliki nilai R^2 yang

Tabel 4. Hasil dugaan faktor-faktor yang memengaruhi belanja pemerintah pusat

Variabel	DLnBM Koefisien	DLnBP Koefisien	DLnBTKDD Koefisien	DLnBS Koefisien
DlnGDP *(p-value)*	0,068 (0,523)	5,271* (0,070)	2,727** (0,044)	39,334*** (0,000)
DlnPNP *(p-value)*	1,629*** (0,000)	0,076 (0,498)	0,135*** (0,001)	-0,898*** (0,003)
DlnPNBP *(p-value)*	-0,203 (0,109)	0,021 (0,664)	0,052*** (0,003)	0,888*** (0,000)
Dgpmtb *(p-value)*	-0,033** (0,042)	-	-0,002 (0,156)	0,014 (0,129)
Dgfdi *(p-value)*	0,071* (0,086)	-0,049*** (0,000)	- 0,026*** (0,000)	0,049* (0,072)
DlnPLN *(p-value)*	0,163* (0,075)	0,005 (0,846)	- 0,048*** (0,000)	-0,036 (0,672)
DlnSBN *(p-value)*	0,687** (0,030)	-0,049 (0,507)	0,323*** (0,000)	-0,521** (0,044)
Cons *(p-value)*	-0,133** (0,013)	-0,201 (0,179)	-0,141** (0,041)	-1,986*** (0,000)
R-*Squared*	0,784	0,690	0,972	0,937
Prob (F-*Statistic*)	0,000	0,000	0,000	0,000

Sumber: Diolah Penulis

Keterangan: Signifikan pada taraf nyata 1% (***), 5% (**), 10% (*). Variabel GDP yang digunakan dalam persamaan lnBM adalah *growth*, sedangkan pada persamaan lainnya menggunakan variabel lnGDP.

cukup baik, misalnya untuk model belanja TKDD (0,97) dan model belanja subsidi (0,94).

Berdasarkan hasil dugaan model yang ditunjukkan pada Tabel 4, variabel GDP memberikan pengaruh positif yang nyata pada belanja pegawai, belanja TKDD dan belanja subsidi. Hasil analisis menunjukkan bahwa kenaikan 1% pertumbuhan GDP akan menaikkan 5,27% pertumbuhan belanja pegawai. Pada persamaan belanja TKDD, kenaikan 1% pertumbuhan GDP akan mendorong pertumbuhan belanja TKDD sebesar 2,72%. Begitu juga pada persamaan belanja subsidi, kenaikan 1% pertumbuhan GDP akan mendorong pertambahan belanja subsidi sebesar 39,33%. Hal tersebut sesuai dengan teori Wagner yang menyebutkan bahwa jika terjadi peningkatan pada pendapatan nasional per kapita, maka pengeluaran pemerintah secara relatif akan meningkat karena penyesuaian dengan kondisi dan kebutuhan masyarakat (Putra & Anitasari, 2020). Pada sisi lain, variabel pertumbuhan GDP belum berpengaruh nyata terhadap belanja modal meskipun koefisiennya positif.

Variabel penerimaan pajak memiliki pengaruh yang nyata dan bervariasi terhadap belanja TKDD, belanja subsidi dan belanja modal. Penerimaan

pajak berpengaruh positif terhadap belanja modal dan belanja TKDD. Kenaikan 1% pertumbuhan penerimaan pajak akan mendorong pertambahan belanja modal sebesar 1,63% dan belanja TKDD sebesar 0,13% pada taraf nyata 1%. Sebaliknya, pengaruh penerimaan pajak terhadap belanja subsidi menunjukkan hasil yang negatif. Kenaikan 1% pertumbuhan penerimaan pajak akan menurunkan pertumbuhan belanja subsidi sebesar 0,89%. Hal ini dapat terjadi karena di dalam belanja subsidi non-migas, terdapat komponen subsidi pajak yang berbanding terbalik dengan penerimaan pajak. Variabel penerimaan bukan pajak memiliki pengaruh positif yang nyata baik terhadap belanja TKDD maupun terhadap belanja subsidi. Peningkatan 1% pertumbuhan penerimaan bukan pajak akan mendorong pertambahan belanja TKDD sebesar 0,05% dan belanja subsidi sebesar 0,88%.

Berdasarkan hasil uji estimasi variabel pertumbuhan PMTB berpengaruh negatif signifikan terhadap belanja modal pada taraf nyata 5%. Perhitungan tersebut menunjukkan bahwa peningkatan 1% pertumbuhan PMTB akan menurunkan pertumbuhan belanja modal sebesar 3,3%. Menurut Badan Pusat Statistik (2021), PMTB merupakan pengeluaran untuk barang modal yang penggunaannya berjangka waktu lebih dari satu tahun dan bukan merupakan barang konsumsi. PMTB mencakup bangunan umum seperti bandara dan jalan, mesin dan peralatan serta bangunan tempat tinggal. Di dalam PMTB terdapat beberapa komponen yaitu lapangan usaha, jenis investasi sektoral atau pelaku investasi baik Badan Usaha Milik Negara, pemerintah, maupun swasta. Pengaruh negatif tersebut dapat mengindikasikan bahwa PMTB dapat mensubstitusi pengeluaran pemerintah dalam belanja modal. Sedangkan pada belanja TKDD dan belanja subsidi, PMTB tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Model terbaik persamaan belanja pegawai adalah model dengan tidak memasukkan variabel PMTB.

Variabel FDI (*Foreign Direct Investment*) memiliki pengaruh beragam yang signifikan pada keempat model belanja pemerintah. Variabel persentase FDI terhadap GDP memiliki pengaruh yang negatif pada belanja pegawai dan belanja TKDD. Peningkatan pertumbuhan persentase FDI terhadap GDP sebesar 1% akan menurunkan pertumbuhan belanja pegawai sebesar 4,9% dan belanja TKDD sebesar 2,6% pada taraf nyata 1%. Hubungan negatif ini mengindikasikan bahwa FDI dapat memiliki kemampuan untuk mensubstitusi pengeluaran kedua belanja pemerintah tersebut. Sedangkan terhadap belanja modal dan belanja subsidi, variabel FDI memiliki pengaruh positif. Peningkatan 1% pertumbuhan persentase FDI terhadap GDP akan mendorong pertumbuhan belanja modal sebesar 7,1% dan belanja subsidi sebesar 4,9% pada taraf nyata 5% untuk uji satu arah.

Hasil uji pada variabel SBN juga memiliki pengaruh beragam yang signifikan pada jenis belanja modal, TKDD dan subsidi. Kenaikan 1% pertumbuhan SBN akan mendorong pertumbuhan belanja modal sebesar 0,69% dan belanja TKDD sebesar 0,32%. Sedangkan terhadap belanja subsidi, SBN memiliki pengaruh yang negatif dengan koefisien 0,52. Artinya SBN bukan untuk meningkatkan belanja subsidi dan juga pegawai, tetapi untuk belanja modal dan TKDD. Hasil analisis statistika inferensia ini menunjukkan bahwa dana yang dihimpun melalui SBN sebagai bentuk pembiayaan dalam kategori utang pemerintah, telah digunakan untuk keperluan belanja yang produktif.

Pada uji variabel pinjaman luar negeri, didapatkan hasil yang menunjukkan adanya pengaruh yang positif signifikan pada belanja modal dengan koefisien 0,16 dan pengaruh yang negatif signifikan pada belanja TKDD dengan koefisien 0,05. Dari hasil uji tersebut dapat dilihat bahwa pinjaman luar negeri berpengaruh nyata pada jenis belanja yang dapat dikatakan produktif. Hasil yang menunjukkan hubungan positif pada variabel belanja modal dan hubungan negatif pada variabel belanja TKDD mengindikasikan bahwa penyerapan dana dari pinjaman luar negeri lebih dialihkan untuk pembentukan modal karena pada praktiknya pinjaman luar negeri sering kali berlandaskan atas perjanjian proyek investasi baik antar perusahaan maupun antar pemerintahan. Hasil dugaan faktor-faktor yang memengaruhi belanja pemerintah pusat dalam Tabel 4 selaras dengan penelitian yang dilakukan sebelumnya oleh Hutaria et al. (2021) dengan variabel proksi utang yang lebih umum, tidak spesifik menggunakan variabel SBN sebagaimana penelitian ini.

Analisis Pengaruh Belanja Pemerintah terhadap Pertumbuhan Ekonomi

Untuk memilih model terbaik, penelitian ini melakukan beberapa uji asumsi klasik terhadap model persamaan. Dalam mengatasi masalah multikolinear yang terjadi, penelitian ini menggunakan data *first difference* pada persamaan ini. Pengujian komponen sisaan juga dilakukan untuk mengetahui keadaan asumsi klasik lainnya yaitu homoskedastisitas dan tidak ada autokorelasi. Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan uji *white* yang menunjukkan bahwa nilai-p nya lebih tinggi dari taraf nyata 0,05 sehingga terima Ho bahwa asumsi homoskedastisitas untuk *error* dipenuhi. Sedangkan untuk uji autokorelasi dilakukan analisis *correlogram* dan hasil menunjukkan bahwa komponen *error* berada pada daerah selang kepercayaan yang berarti tidak ada autokorelasi.

Tabel 5. Hasil dugaan faktor-faktor yang memengaruhi pertumbuhan ekonomi (DLnGDP)

Variabel	Koefisien	*p-value*
$DlnBM_t$	0,008	0,023**
$DlnBTKDD_t$	0,018	0,134
$DlnBS_t$	0,005	0,007***
$DlnBP_t$	0,035	0,270
$Dgpmtb_t$	0,0004	0,012**
$DlnConsump_t$	0,286	0,180
Cons	0,035	0,005***
R-*Squared*	0,904	
Prob (F-*Statistic*)	0,000	

Sumber: Diolah Penulis

Keterangan: Signifikan pada taraf nyata 1% (***), 5% (**), 10% (*)

Selain itu, penelitian ini juga telah melakukan uji *Breusch-Godfrey* dengan nilai-p yang lebih tinggi dari taraf nyata 0,05 sehingga terima Ho yang berarti persamaan memenuhi asumsi tidak ada autokorelasi.

Hasil dugaan model yang diringkaskan dalam Tabel 5 menunjukkan bahwa variabel belanja pemerintah yang berpengaruh positif secara nyata pada pertumbuhan GDP ialah belanja modal dan belanja subsidi (Safitri et al., 2021). Pengaruh belanja pemerintah paling tinggi ialah belanja modal dengan koefisien 0,008. Artinya, peningkatan 1% pertumbuhan belanja modal akan meningkatkan pertumbuhan GDP sebesar 0,008%. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, SBN yang digunakan untuk belanja modal (hasil analisis dalam Tabel 4) terbukti mampu mendorong pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Koefisien variabel belanja subsidi sebesar 0,005 memiliki makna bahwa peningkatan 1% pertumbuhan belanja subsidi akan meningkatkan pertumbuhan GDP sebesar 0,005%. Hasil tersebut membuktikan bahwa belanja subsidi dapat menstimulasi perekonomian dari sisi permintaan. Kenaikan belanja TKDD dan belanja pegawai juga cenderung dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi, meskipun tidak signifikan. Hal ini menandakan bahwa efektivitas belanja TKDD yang dikelola oleh pemerintah daerah belum maksimal. Tidak signifikannya belanja pegawai juga membuktikan bahwa jenis belanja ini merupakan belanja yang belum begitu berperan dalam menstimulasi pertumbuhan ekonomi di Indonesia.

Variabel selain belanja pemerintah yang juga berpengaruh positif nyata terhadap pertumbuhan GDP adalah pertumbuhan PMTB. Kenaikan 1% pertumbuhan PMTB akan meningkatkan pertumbuhan GDP sebesar 0,04%. Hasil analisis tersebut juga memperkuat pengaruh positif yang signifikan pada belanja modal dan dapat menunjukkan bahwa pembentukan modal ataupun belanja pemerintah yang berbasis investasi masih sangat dibutuhkan di Indonesia dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi. Hasil dugaan faktor-faktor yang memengaruhi pertumbuhan ekonomi dalam Tabel 5 konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Hutaria et al. (2021).

Pengaruh Total SBN dan Faktor Lainnya terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia

Untuk melihat pengaruh SBN dan faktor lainnya terhadap pertumbuhan ekonomi, dapat dilihat dari elastisitas hasil dugaan beberapa model yang sudah disajikan dalam Tabel 4 dan 5, yang disajikan dalam suatu *flow chart* di Gambar 4. Dari gambar ini dapat dilihat pengaruh langsung serta dihitung pengaruh total SBN dan faktor lainnya terhadap pertumbuhan ekonomi, yang disajikan dalam Tabel 6.

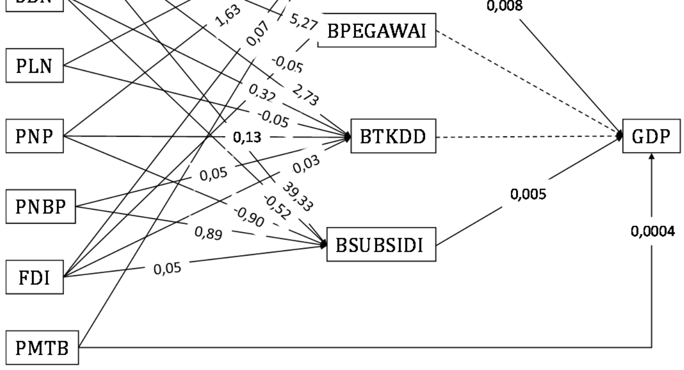
Berdasarkan Tabel 6 dari hasil estimasi persamaan simultan, peningkatan pertumbuhan GDP dengan variabel transmisi belanja pemerintah paling besar dipengaruhi oleh GDP sebesar 0,197%. Artinya, peningkatan pertumbuhan nilai tambah yang dihasilkan dari seluruh unit usaha atau jumlah

Tabel 6. Hasil estimasi pengaruh total SBN dan faktor lainnya terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia

Peubah	DlnBM	DlnBP	DlnBTKDD	DlnBS	DlnGDP
DlnGDP	0,000	5,271	2,727	39,334	0,197
DlnSBN	0,687	0,000	0,323	-0,521	0,003
DlnPLN	0,163	0,000	-0,048	0,000	0,001
DlnPNP	1,629	0,000	0,135	-0,898	0,009
DlnPNBP	0,000	0,000	0,052	0,888	0,004
Dgfdi	0,071	-0,049	-0,026	0,049	0,001
Dgpmtb	-0,033	0,000	0,000	0,000	0,000

Sumber: Diolah Penulis

Gambar 4. Elastisitas dari hasil estimasi pengaruh SBN dan faktor lainnya terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia



Sumber: Diolah Penulis

Keterangan:
→ : Signifikan
--> : Tidak Signifikan

nilai barang dan jasa akhir yang dihasilkan seluruh unit ekonomi sebesar 1% yang kemudian memengaruhi belanja pemerintah, akan meningkatkan pertumbuhan nilai GDP sebesar 0,197%. Namun, dari sisi pembiayaan belanja melalui penerimaan, variabel yang paling berpengaruh meningkatkan pertumbuhan GDP adalah penerimaan pajak sebesar 0,009%. Sedangkan dari pembiayaan melalui utang, SBN lebih berpengaruh terhadap pertumbuhan GDP dibandingkan PLN dengan koefisien 0,003. Dari sisi pembiayaan melalui investasi, variabel yang memiliki pengaruh lebih besar yaitu FDI sebesar 0,07%. Transmisi perhitungan hasil estimasi pengaruh total SBN dan faktor lainnya terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia dapat dilihat dengan mudah dari *flow chart* di Gambar 4.

Analisis Kondisi Keberlanjutan Utang di Indonesia

Dugaan model keberlanjutan utang yang dibentuk berdasarkan model *fiscal reaction function* dapat dilihat dalam Tabel 7. Dari hasil dugaan model tersebut dapat dilihat lag dari keseimbangan primer berpengaruh nyata secara positif terhadap keseimbangan primer tahun t dengan koefisien 0,856 begitu juga dengan utang pemerintah yang diuraikan dalam bentuk SBN dan non-SBN yang terdiri dari pinjaman dalam negeri dan luar negeri. Kenaikan pertumbuhan dari SBN sebesar 1% akan meningkatkan pertumbuhan keseimbangan primer sebesar 6,02%. Sedangkan kenaikan pertumbuhan non-SBN (PLN dan PDN) tidak berpengaruh nyata terhadap keseimbangan primer. Sehingga dapat disimpulkan kebijakan SBN di Indonesia masih menuju ke arah yang berkelanjutan karena keseimbangan primer masih terus meningkat seiring dengan peningkatan SBN, melalui belanja modal yang produktif sehingga meningkatkan pertumbuhan dan penerimaan negara. Data historis dalam Grafik 9 juga memperlihatkan bahwa sejak tahun 2015 keseimbangan primer menunjukkan arah perbaikan.

Tabel 7. Hasil dugaan faktor-faktor yang memengaruhi keberlanjutan utang ($DlnPB_t$) di Indonesia

Variabel	Koefisien	*p-value*
$DlnSBN_{t-1}$	6,020	0,039**
$DlnNonSBN_{t-1}$	1,822	0,138
$DlnBelanja_t$	-16,623	0,018**
$DlnGDP_t$	5,.386	0,582
$DlnPB_{t-1}$	0,856	0,000***
$DgRev_t$	0,124	0,001***
Cons	-3,075	0,543
R-*Squared*	0,992	
Prob (F-*Statistic*)	0,000	
Adj R-Squared	0,985	
Durbin-Watson (d-statistics)	1,833	

Sumber: Diolah Penulis

Keterangan: Signifikan pada taraf nyata 1% (***), 5% (**), 10% (*)

Belanja pemerintah berpengaruh negatif yang signifikan terhadap keseimbangan primer. Kenaikan pertumbuhan belanja pemerintah sebesar 1% akan menurunkan pertumbuhan keseimbangan primer sebesar 16,62%. Hal tersebut terjadi karena belanja pemerintah merupakan faktor pengurang dari nilai keseimbangan primer.

Hasil analisis regresi ini menunjukkan hasil yang konsisten dari penelitian sebelumnya yang telah dilakukan oleh Hutaria et al. (2021). Kondisi keberlanjutan utang di Indonesia tersebut juga mendukung prestasi yang telah diraih oleh Menteri Keuangan (Menkeu) saat ini yang telah ditetapkan sebagai Menteri Keuangan Terbaik di Asia Pasifik Tahun 2019 versi majalah keuangan *FinanceAsia* pada 2 April 2019 untuk yang ketiga kalinya. *FinanceAsia* merupakan sumber resmi dan valid mengenai berita seputar keuangan, investasi perbankan, pasar modal dan ekonomi. Sebelumnya, pada tahun 2017 dan 2018, Menkeu Sri Mulyani juga telah dinobatkan sebagai Menkeu terbaik se-Asia Pasifik pada tahun 2017 dan 2018. Menurut *FinanceAsia*, Menkeu Sri Mulyani dapat mengelola sumber daya yang dimiliki ke arah perekonomian Indonesia yang lebih baik dengan mencatatkan defisit anggaran terendah dalam enam tahun terakhir pada 2018 yaitu sebesar 1,76% dari GDP.

KESIMPULAN

Simpulan

SBN merupakan salah satu instrumen dalam pembiayaan. Akumulasi jumlah pembiayaan dalam negeri mendominasi dan meningkat setiap tahunnya. Pembiayaan dalam negeri tersebut didominasi oleh SBN. Hal ini sesuai dengan usaha pemerintah untuk terus meningkatkan kemandirian pembiayaan. Dalam perbandingan peningkatan SBN dan defisit anggaran, tahun 2004-2009 menunjukkan hasil yang tidak berpola, namun tahun 2010-2019 peningkatan defisit anggaran diikuti oleh peningkatan SBN. Dari sisi *outstanding* SBN, jenis SBN yang dapat diperdagangkan lebih mendominasi. Dari *outstanding* berdasarkan mata uang, SBN didominasi oleh mata uang rupiah. Sedangkan berdasarkan jenis SBN, SUN lebih mendominasi karena didalamnya terdapat ON (*fix rate*) yang mencakup SBN ritel. Untuk keadaan SBN jatuh tempo, dari tahun ke tahun menunjukkan beban utang yang menurun. Sedangkan untuk

keseimbangan primer, tahun 2012 hingga 2019 menunjukkan keadaan yang defisit, namun sejak tahun 2015 menunjukkan arah perbaikan.

Kenaikan SBN pada periode 2004-2019 memiliki pengaruh yang signifikan dalam meningkatkan jenis belanja modal dan belanja TKDD. SBN tidak meningkatkan belanja subsidi dan pegawai. Kenaikan belanja modal meningkatkan pertumbuhan ekonomi dengan elastisitas yang paling tinggi diantara belanja pemerintah lainnya yang signifikan. Hasil analisis ini menunjukkan bahwa dana yang dihimpun melalui SBN sebagai bentuk pembiayaan dalam kategori utang pemerintah, telah digunakan dalam belanja yang produktif.

Selain itu variabel lain yang juga berperan dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi Indonesia adalah PMTB. Hal ini memperkuat bahwa belanja pemerintahan Indonesia melalui belanja modal atau investasi dapat dikatakan produktif.

Kondisi utang Indonesia cenderung menunjukkan kondisi utang yang berkelanjutan, karena adanya peningkatan keseimbangan primer seiring dengan meningkatnya SBN, melalui belanja modal yang produktif sehingga meningkatkan pertumbuhan dan penerimaan negara. Dengan pengertian lain, kebijakan fiskal dalam menutupi defisit APBN melalui penerbitan SBN selama ini sudah dikelola relatif cukup baik.

Saran

Pemerintah perlu meningkatkan kembali pengetahuan masyarakat mengenai SBN dan terus mengembangkan kemudahan akses bagi masyarakat untuk dapat berinvestasi di SBN. Hal ini diperlukan untuk mendukung rencana pemerintah dalam mewujudkan kemandirian pembiayaan. Selain itu, menggunakan SBN sebagai sumber pembiayaan yang dominan juga dapat meminimalisir resiko nilai tukar dalam pembayaran beban utang. Pemerintah juga lebih disarankan untuk memprioritaskan pengeluaran pada jenis belanja modal, karena belanja tersebut secara signifikan mampu meningkatkan pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Belanja subsidi juga dapat menjadi pilihan prioritas dalam pengeluaran karena kenaikan belanja tersebut saat ini dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi, namun pengeluaran pada jenis belanja ini tetap harus dikaji lebih lanjut agar dapat dibelanjakan sesuai dengan kebutuhannya. Untuk penelitian selanjutnya, perlu juga mengkaji pengaruh SBN terhadap ketahanan stabilitas ekonomi, nilai tukar rupiah dan peningkatan kemandirian ekonomi.

REFERENSI

Asteriou, D., Pilbeam, K., & Pratiwi, C. E. (2021). Public debt and economic growth: panel data evidence for Asian countries. *Journal of Economics and Finance*, *45*, 270–287. https://doi.org/10.1007/s12197-020-09515-7

Badan Pusat Statistik. (2021). *Produk Domestik Bruto*. https://www.bps.go.id

Bilan, I., & Ihnatov, I. (2015). Public debt and economic growth: A two-sided story. *International Journal of Economic Sciences*, *4*(2), 24–39. https://doi.org/10.52950/ES.2015.4.2.003

CEIC Data. (2020, Maret 15). *Rasio utang pemerintah Indonesia terhadap GDP*. Tersedia dari https://www.ceicdata.com

Dewi, C. I. K., & Seftarita, C. (2018). Pengaruh surat utang negara terhadap PDB dan inflasi di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa (JIM)*, *3*(3), 391–398. http://jim.unsyiah.ac.id/EKP/article/view/8948

Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Resiko. (2017). *Profil utang dan penjaminan pemerintah pusat*. Tersedia dari https://www.djppr.kemenkeu.go.id.

Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Resiko. (2002-2020). *Posisi surat berharga negara tahun 2002-2020*. Tersedia dari https://www.djppr.kemenkeu.go.id.

Hutaria, T., Juanda, B., & Purnamadewi, Y. L. (2021). The effect of government debt on Indonesia's economics growth. *International Journal of Scientific Research in Science, Engineering and Technology (IJSRSET)*, *6*(5), 125–130. https://doi.org/10.32628/IJSRSET196523

Islam, M. (2014). *Pengaruh utang pemerintah terhadap perekonomian Indonesia*. Institut Pertanian Bogor.

Juanda, B. (2009). *Pemodelan dan pendugaan.* IPB Press.

Juanda B. (2021, Mei 07). *Peran belanja negara terhadap indikator pembangunan*. Tersedia di https://bambangjuanda.com/wp

Kementerian Keuangan. (2005-2020). *Laporan keuangan pemerintah pusat 2004-2019.* Jakarta (ID) : Kemenkeu.

Kementerian Keuangan. (2016-2020). *Laporan keuangan pemerintah pusat 2004-2019.* Jakarta (ID) : Kemenkeu.

Lee, S.-P., & Ng, Y.-L. (2015). Public debt and

economic growth in Malaysia. *Asian Economic and Financial Review*, *5*(1), 119–126. https://doi.org/https://doi.org/10.18488/journal.aefr/201

Mangkoesoebroto, G. (2002). *Ekonomi publik*. BPFE.

Mankiw, G. (2006). *Macroeconomics* (6th ed.). Worth Publishers.

Putra, T. M., & Anitasari, M. (2020). Efisiensi pengeluaran pemerintah bidang pendidikan di Indonesia (data envelopment analysis). *Convergence: The Journal of Economic Development*, *1*(1), 1–8. https://doi.org/10.33369/convergence-jep.v1i1.10859

Ryandini, T. (2014). Pengaruh Dana Investasi Melalui Instrumen SUN dan SBSN terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia. *Al-Iqtishad : Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah*, *6*(1), 73–84. https://doi.org/10.15408/aiq.v6i1.1369

Safitri, M. I. D., Ananda, C. F., & Prasetyia, F. (2021). Analisis dampak belanja pemerintah daerah terhadap pertumbuhan ekonomi inklusif Jawa Timur. *Indonesian Treasury Review: Jurnal Perbendaharaan, Keuangan Negara Dan Kebijakan Publik*, *6*(2), 85–96. https://doi.org/10.33105/itrev.v6i2.339

Sholihah, I. M., Syaparuddin, S., & Nurhayani, N. (2017). Analisis investasi sektor industri manufaktur, pengaruhnya terhadap pertumbuhan ekonomi dan penyerapan tenaga kerja di Indonesia. *Jurnal Paradigma Ekonomika*, *12*(1), 11–24. https://doi.org/10.22437/paradigma.v12i1.3930

Todaro, M. P., & Smith. (2006). *Economic development* (9th ed.). Pearson Education.

World Bank. (2021, April 13). *World economics outlook*. Tersedia dari https://data.worldbank.org